УДК 336

Г.В. ХАТЮЩЕНКО

ПОЛИВАЛЮТНАЯ КОРЗИНА КАК НОВЫЙ ОРИЕНТИР КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ

Статья посвящена трансформации курсовой политики Банка России, введению «корзины валют», состоящей из евро и доллара США. С февраля 2005 года валютная корзина является одним из основных факторов денежно-кредитной политики Банка России, влияющих на формирование реального курса рубля. Переход к использованию бивалютного операционного ориентира направлен на снижение внутридневной волатильности курса рубля к значимым для Российской Федерации иностранным валютам. По мере адаптации участников валютного рынка к новым условиям Центробанк меняет долевое соотношение доллара и евро в «корзине валют». Кроме того, бивалютная корзина является одним из инструментов Банка России для сдерживания роста показателей инфляции.

Ключевые слова: *бивалютная корзина, курсовая политика, Банк России, курс рубля, инфляция.*

Введение. С 1 февраля 2005 года в качестве операционного ориентира курсовой политики Банка России используется стоимость «корзины» валют, состоящей из доллара США и евро. Переход к использованию бивалютного операционного ориентира направлен на снижение внутридневной волатильности курса рубля к значимым для Российской Федерации иностранным валютам, при этом курс рубля к доллару должен складываться более свободно.

Постановка задачи. Оценить действия Банка России, направленные на выявление реального курса рубля и снижение его внутридневной волатильности. Проанализировать, насколько эффективно Банку России удалось повлиять на курсовую стоимость рубля в конкретном периоде с момента введения бивалютной «корзины». Соотношение валют в корзине менялось пять раз, условно можно выделить каждое изменение как отдельный этап развития курсовой политики Банка Росси, следовательно, в рамках каждого этапа необходимо рассмотреть действия Центробанка, связанные с регулированием курса рубля.

Новое слово в курсовой политике Банка России. С 1 февраля 2005 года Банк России перешел к использованию бивалютной корзины в своей курсовой политике. В качестве операционного ориентира использовалась стоимость «корзины» валют, состоящей из 0,1 евро и 0,9 доллара США. Начало февраля 2005 года можно считать *первым этапом* становления новой курсовой политики Банка России. Начиная с этого момента Центральный банк при определении ежедневного курса рубля на 90% ориентировался

на курс доллар/рубль и на 10% – на курс евро/рубль. Формирование курса доллар/рубль в течение дня носило более свободный характер: ограничение внутридневных колебаний курса доллара США к рублю (по сделкам на ММВБ со сроком расчетов на следующий рабочий день после заключения) осуществлялось исходя из границ колебания стоимости бивалютной «корзины». Такое поведение Банка России привело к сокращению краткосрочных спекулятивных операций, к росту привлекательности рублевых инструментов и развитию рынка коллективного инвестирования. Однако переход к использованию бивалютной корзины в качестве основного ориентира в курсовой политике привел к тому, что курс доллар/рубль стал слабо прогнозируемым аналитиками и участниками финансового рынка.

Однако не всегда бивалютная «корзина» рассчитывалась исходя из соотношения 0,9 к 0,1. Банк России планомерно наращивает долю евро в золотовалютных резервах. По различным оценкам, в 2005 году доля евро в золотовалютных ресурсах варьировалась от 10 до 50%. Последующее увеличение доли евро в составе бивалютной «корзины» до уровня, соответствующего задачам курсовой политики Банка России, осуществляется постепенно – по мере адаптации участников внутреннего валютного рынка к работе в новых условиях. Так же увеличение доли евро в «корзине» валют напрямую связанно с ростом числа контрактов, заключенных в европейской валюте, и от объемов продажи нефти за рубеж.

Второй этап начался месяц спустя, 15 марта 2005 года, когда Центробанк объявил об изменении структуры бивалютной «корзины». Теперь евро занимало в ней 20%, а доллар США - 80%, а не 10 и 90%, как прежде. Многие считают бивалютную «корзину» псевдоориентиром валютной политики Банка России, но есть и другое мнение, что рынок в связи с ее изменением стал чуть более подвижным. До объявленного изменения в бивалютной корзине Банк России допускал колебания курса доллар/рубль в пределах 7–10 копеек за одну торговую сессию, а во втором квартале 2005 года этот показатель увеличился на 1–2 копейки.

Понятие «корзина валют» используется Центробанком как ориентир курсовой политики. В России она обозначает возможности Центробанка, связанные с регулированием курса рубля, но не обязывает к действию. Увеличение доли евро в бивалютной корзине ведет к тому, что Центробанк регулирует курс национальной валюты уже с учетом позиции евровалюты на глобальных рынках.

Третий этап начался 16 мая 2005 года. Соотношение евро и доллара США в «корзине валют» составило 30 и 70% соответственно. Профиль внутреннего валютного рынка за 2005 год радикально изменился. Это обусловлено, прежде всего, изменением стратегии поведения Банка России на валютном рынке, введением бивалютной корзины, усилением корреляции курсов доллар/рубль и доллар/евро (рис.1).



Рис.1. Динамика курсов доллар/рубль и доллар/евро, 2005-2006 гг.

Повышение удельного веса европейской валюты необходимо, и оно неминуемо влечет за собой рост волатильности пары доллар/рубль, что в свою очередь, говорит о еще большей потребности в срочных хеджевых инструментах с участием рубля (опционов, форвардов, фьючерсов) на внутреннем и внешнем валютных рынках. Динамизм рынку евро/рубль может придать проведение интервенций Банка России на данном сегменте, а также дальнейшее снижение комиссионного вознаграждения организаторов торгов.

В настоящее время на внутреннем валютном рынке не хватает срочных инструментов хеджирования конверсионных операций банков за свой счет и по поручению клиентов. Расширение спектра срочных инструментов непременно приведет к росту операций банков.

Высокий темп инфляции 2005 года сопровождался укреплением номинального курса доллара США к рублю. Объем иностранной валюты, используемой для обслуживания внешнеторговых расчетов, напрямую зависел от экспорта и импорта, которые по сравнению с аналогичным периодом прошлого года возросли. Стимулирующее влияние на динамику показателей валютного рынка оказал также рост положительного сальдо торгового баланса: за 5 месяцев 2005 года - на 27,7%. Важным фактором роста оборотов является массированная продажа экспортной выручки от продажи сырьевых ресурсов. В июне 2005 года - цена барреля нефти марки Urals превысила психологически важную отметку в 50 дол., прибавив с начала года порядка 30%.

Четвертый этап. Банк России с 1 августа 2005 года увеличил долю евро в бивалютной «корзине» с 30 до 35%. Доля доллара США, соответственно, была снижена с 70 до 65%. Принимая такое решение, Центральный Банк руководствовался, с одной стороны, объявленной ранее политикой на создание в России полноценного рынка двух крупнейших мировых

валют, с другой - стремлением привести корзину в соответствие со структурой внешнеторгового оборота. Напомню, что по разным оценкам доля евро в корзине, по которой определяется реальный эффективный курс рубля, составляла до 50%. Таким образом, соотношение доллара и евро в бивалютной корзине может меняться и дальше, однако никаких конкретных обязательство по этому поводу Центральный банк России на себя не брал.

График, приведенный ниже, позволяет оценить динамику курса, рассчитанного по корзине валют (рис.2). Вплоть до середины мая 2005 года стоимость корзины постепенно снижалась. Последующие полтора месяца бивалютный курс, напротив, повышался и в итоге подорожал на 0,8%. Пик пришелся на начало июля. Впоследствии курс несколько скорректировался и стабилизировался.

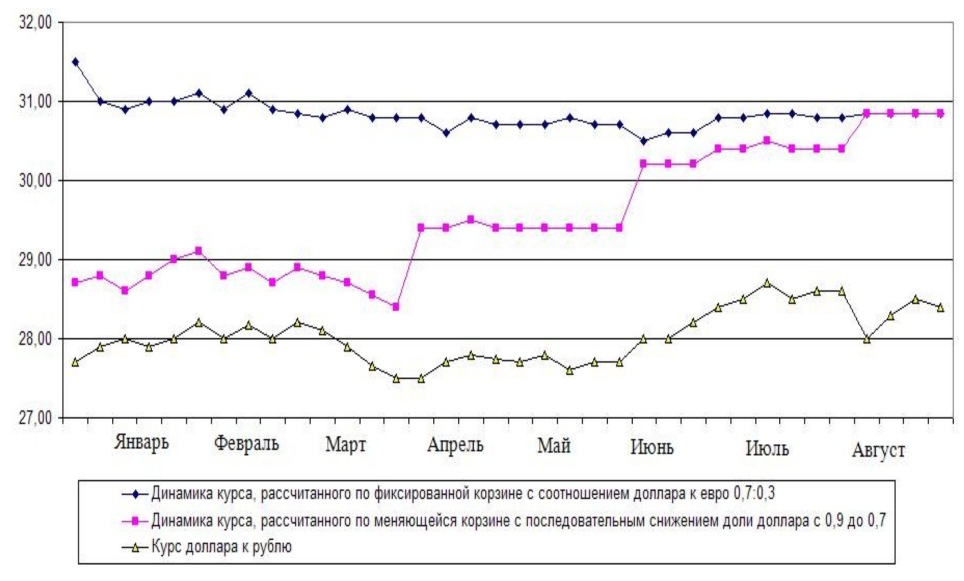


Рис. 2. Динамика бивалютного обменного курса, январь-август 2005 г.

В целом динамика пары доллар/евро на мировом валютном рынке остается основным фактором, определяющим краткосрочное поведение курса доллара на российском рынке. Высокие цены на сырьевые товары (в первую очередь, нефть и нефтепродукты) свидетельствовали в пользу укрепления рубля. Однако ситуация складывалась так, что Центральный Банк был настроен переломить влияние фундаментальных факторов и обеспечить «нужную» динамику обменного курса. Все остальные факторы в этот период, в числе которых состояние денежного рынка, практически утратили свое влияние на курсовую динамику.

В этих условиях анализ конъюнктуры внутреннего валютного рынка как таковой потерял смысл. И отчеты Центрального Банка, и комментарии участников валютного рынка все больше фокусировались на отслеживании и анализе данных и прочей информации по экономике США и Еврозоны. В этой связи аналитики, делая прогнозы на перспективу, как правило, отмечали, что, несмотря на серьезные проблемы, существующие в амери-

канской экономике, рынок учитывает более высокие процентные ставки в США по сравнению с Еврозоной и Японией. Процентные ставки в США обуславливали рост привлекательности для иностранных инвесторов американских ценных бумаг, номинированных в долларах, и обеспечивали спрос на американскую валюту.

Пятый этап, декабрь 2005 года. Банк России со 2 декабря поменял структуру бивалютной корзины, теперь она состоит из 40% евро и 60% доллара США. Это решение принято в рамках реализации "Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год" и ранее объявленного перехода к использованию стоимости бивалютной корзины в качестве операционного ориентира курсовой политики. Банк России изменил структуру бивалютной корзины, уменьшив до 60% долю доллара и увеличив до 40% долю евро (рис.3).

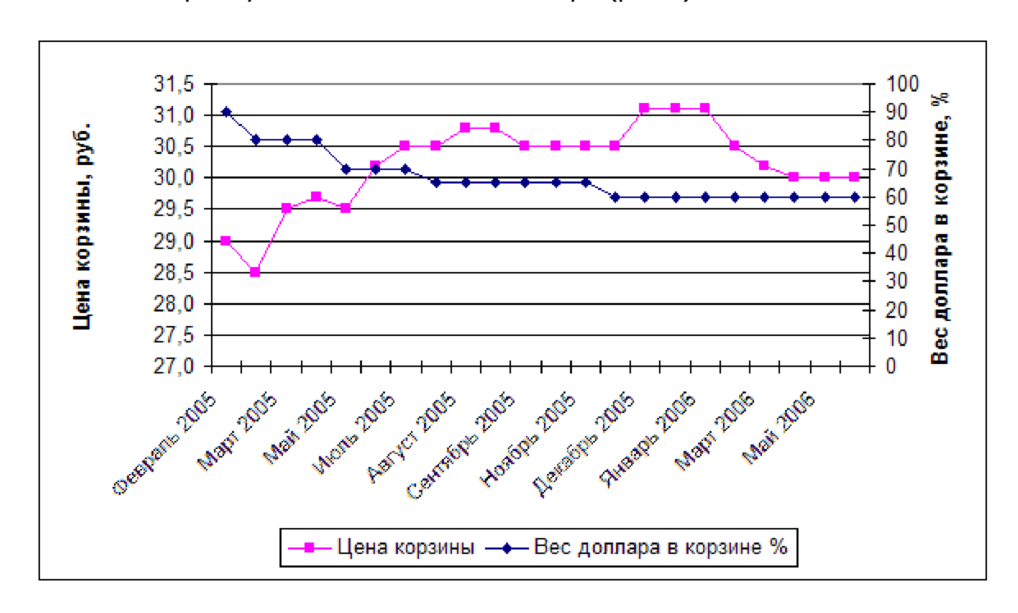


Рис.3. Цена корзины и вес доллара в ней за 2005-2006 гг.

По мнению экспертов, на фоне пиковых показателей укрепления курса доллара к евро действия ЦБ ведут к удешевлению золотовалютного резерва России. В рамках этой программы планировался переход к использованию стоимости бивалютной корзины в качестве операционного ориентира курсовой политики: то есть котировки рубля будут привязаны не к одному доллару, а сразу к нескольким валютам.

Увеличение доли евро в составе бивалютной корзины направлено на дальнейшее выравнивание волатильности курса рубля к доллару США и другим иностранным валютам.

Выводы. Стремительное укрепление национальной валюты в первой половине 2006 года привело к тому, что за полгода доллар подешевел почти на 2 рубля и к началу июля стоил менее 27 рублей. Тогда многие поспеши-

ли продать свои долларовые накопления. Однако сейчас другая ситуация: с начала августа стоимость американской валюты почти не изменилась (рис.4). Чтобы объяснить такие изменения курса валютной пары доллар/рубль, необходимо выделить два основополагающих фактора:

1. Политика Центрального Банка по борьбе с инфляцией: в 2006 году Банк России предпринял значительные усилия со времен кризиса 1998 года, чтобы сдержать инфляцию, однако традиционно набор мер, посредством которых он реализовывал свою денежно-кредитную политику, был невелик. Основное внимание уделялось валютному рынку. С него и начали регулировать антиинфляционную кампанию: с января Центробанк последовательно обесценивал доллар и евро по отношению к рублю, чем надеялся добиться обострения конкуренции на внутреннем рынке за счет снижения цен на импортную продукцию. Это, в свою очередь, должно было замедлить темпы роста цен в экономике в целом. Можно сказать, своей цели Банк России добился: уже с марта инфляция начала замедляться, однако для этого пришлось удешевить американскую валюту более чем на один рубль.

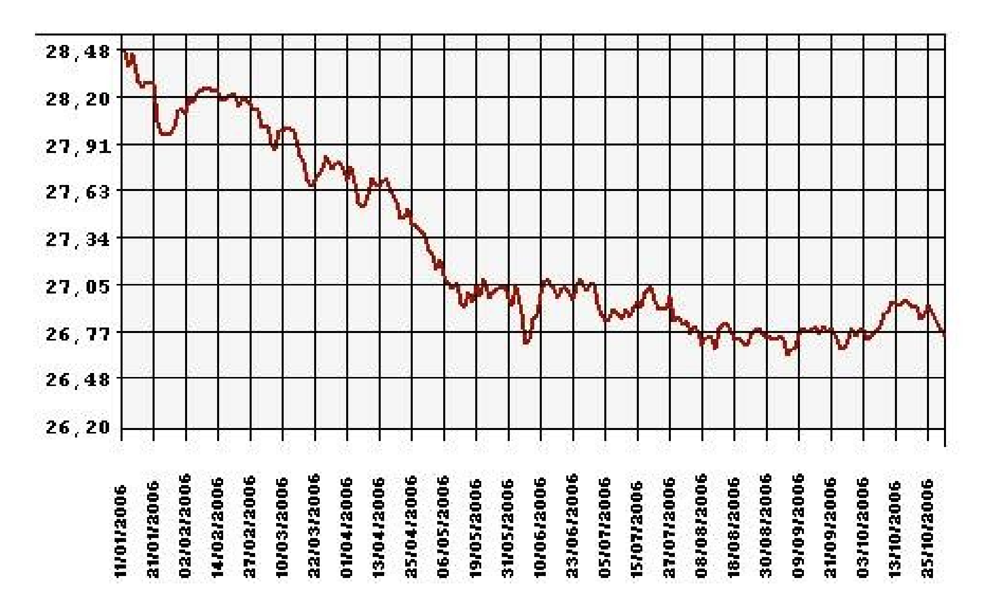


Рис. 4. Динамика курса доллара США с 01.01.2006 по 31.10.2006

2. Привязка курса рубля к корзине из двух валют: доллара и евро; в результате еще один рубль доллар «потерял» из-за бивалютной корзины, операционного ориентира, который Банк России ввел с 1 февраля 2005 года. На сегодняшний день корзина состоит из 0,4 евро и 0,6 доллара и в явном виде связывает курс

национальной валюты с курсами евро и доллара по отношению друг к другу (рис.5).

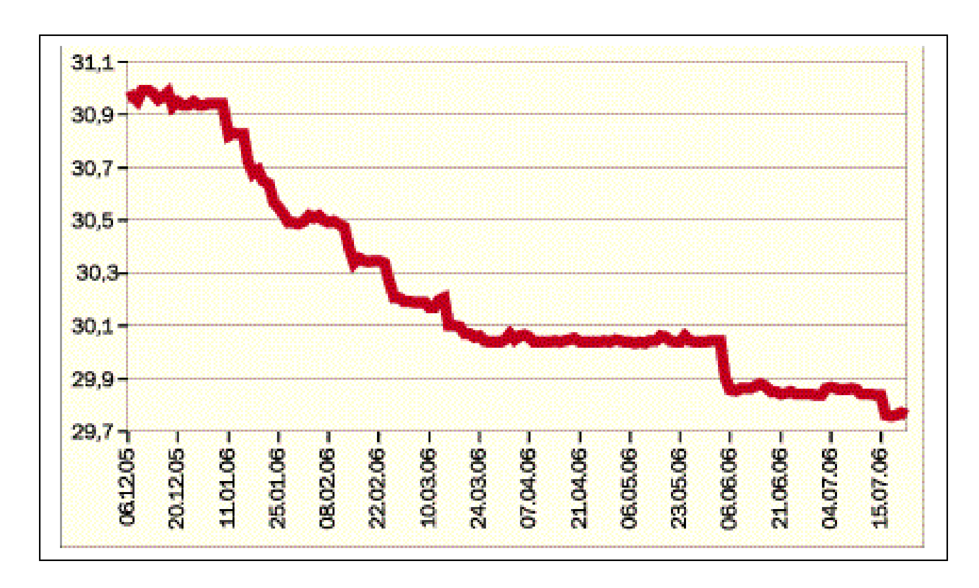


Рис.5. Динамика стоимости бивалютной корзины по отношению к рублю с декабря 2005 г.

Для участников валютного рынка бивалютная корзина является своеобразным указателем: как маяк служит для ориентации проходящих судов и обозначения фарватера, так и бивалютная корзина отражает желаемый курс рубля в зависимости от изменения курса евро/доллар. Это значит, что, если евро дорожает к доллару на мировых рынках, рубль тоже будет дорожать, только медленнее. При необходимости Банк России всегда готов вмешаться в ход валютных торгов и поддержать желаемый ему курс. Поскольку с января по июнь евро вырос с 1,20 доллара до 1,30, рубль тоже подорожал.

Таким образом, картина складывается следующая: курс рубля определяется курсами евро и доллара на мировых валютных рынках до тех пор, пока Центробанк для реализации своей политики не вмешивается и не меняет его в нужную регулятору сторону. Укрепление рубля, проводимое Банком России, и обесценение доллара на мировых рынках спровоцировали значительный приток валюты в страну, вынудив Банк скупать эти излишки и взамен печатать рубли. Это привело к тому, что инфляция, поначалу замедлившись, к середине лета начала ускоряться. При этом укрепление рубля заметно осложнило положение многих российских предприятий, что выразилось в замедлении темпов роста, а то и вовсе в спаде в некоторых секторах экономики. Из-за этого правительство и президент уже не раз критиковали денежно-кредитную политику Центробанка, и в первую очередь критика касалась дальнейшего укрепления рубля, которое пока не оправдало надежд как мера борьбы с инфляцией. В силу этого можно ожидать, что вплоть до конца года Банк России если и допустит удорожание национальной валюты, то весьма скромное, а по возможности и вообще воздержится от этого. Однако Банк России не властен над мировыми валютными рынками, поэтому вплоть до конца года курсом рубля будут

управлять курсы валют евро, доллара, из которых и состоит бивалютная корзина, а также мировые цены на нефть. Скорее всего, именно влияние этих факторов скажется на рубле сильнее всего.

Материал поступил в редакцию 25.12.06.

G.V. KHATUSCHENKO

POLYCURRENCY BASKET AS THE NEW REFERENCE POINT OF THE COURSE POLICY OF BANK OF RUSSIA

The article is devoted to transformation of a course policy of Bank of Russia and introduction of "a basket of currencies " consisting of Euro and US dollar. Since February, 2005 the currency basket is one of major factors of a monetary and credit policy of Bank of Russia influencing on formation of a real rouble exchange rate. Transition to use of an bicurrency operational reference point is directed on decrease(reduction) of intraday volotation of a rouble exchange rate to significant for the Russian Federation foreign currencies. In process of adaptation of participants of the currency market to new conditions the Central Bank changes a share ratio of dollar and euro in "a basket of currencies". Besides the bicurrency basket is one of tools of Bank of Russia for restraint of growth of parameters of inflation.

ХАТЮЩЕНКО Георгий Владимирович (р.1980), окончил Ростовский государственный экономический университет «РИНХ» (1998), место работы: ЗАО «Ростовская валютно-фондовая биржа». Специалист управления организации торгов и работы с клиентами.
Научные интересы: исследование биржевого валютного рынка, валютных инструментов, их свойств, востребованность данных инструментов участниками рынка.
Автор трех публикаций.